

盈利能力同环比改善，收购上汽清陶股权

布局固态电池业务

核心观点

- 3 季度归母净利润同环比增速高于营收，毛利率继续同环比改善。**公司前三季度营业收入 1308.53 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 46.88 亿元，同比增长 4.8%；扣非归母净利润 42.53 亿元，同比增长 4.1%。3 季度营业收入 461.77 亿元，同比增长 9.4%，环比增长 4.2%；归母净利润 18.04 亿元，同比增长 12.0%，环比增长 11.9%；扣非归母净利润 15.72 亿元，同比增长 6.4%，环比增长 3.1%。3 季度上汽集团销量同环比分别增长 39%/3%，公司受益于上汽集团销量回暖及体系外客户销量增长，营收及盈利能力实现稳健较快增长；同时在行业竞争加剧及降价压力下，公司 3 季度毛利率同环比分别提升 0.5/0.7 个百分点，预计主要系海外业务经营改善及体系外客户配套占比进一步提升等因素带动。
- 预计 4 季度体系内外客户有望共振放量，盈利有望继续向好。**公司坚持推进中性化战略，3 季度公司主要业外客户中小米、小鹏销量同比大幅增长，赛力斯、吉利销量同环比稳步向上，预计业外客户对公司营收及盈利贡献将继续提升。展望 4 季度，预计尚界 H5、全新 MG4 等重点车型将提振上汽集团整体销量，同时赛力斯、小米、小鹏、吉利等公司主要业外客户销量仍有望维持良好增长，公司将有望维持业内外客户共振放量态势，营收及盈利能力有望继续向好。
- 完成上汽清陶股权收购，布局固态电池业务。**公司于 10 月完成上汽清陶 49%股权收购，预计将于 4 季度起作为按权益法核算的投资企业进入公司体系。上汽清陶系国内较早实现半固态电池量产上车的企业，搭载上汽清陶新一代半固态电池的全新 MG4 半固态安芯版预计将于 2025 年内交付，售价 10.28 万元，成为目前首款下探至 10 万元大众市场的半固态电池车型。在完成收购后，预计公司与上汽清陶将形成协同效应：公司智能动力平台产品矩阵将进一步完善，实现电池、电驱、热管理业务协同发展，提升单车配套价值；上汽清陶能够受益于公司丰富的客户资源及成熟的制造管理体系，后续将有望加快业外客户开拓。随着 MG4 安芯版等车型开启交付，预计上汽清陶半固态电池将于 2026 年逐步进入规模化量产阶段，营收水平及盈利能力将有望逐步提升，后续将有望为公司形成盈利贡献。

盈利预测与投资建议

- 预测 2025-2027 年 EPS 分别为 2.13、2.28、2.32 元（原为 2.13、2.23、2.27 元，略调整毛利率及费用率等），维持可比公司 25 年 PE 平均估值 13 倍，目标价 27.69 元，维持买入评级。

风险提示

乘用车行业需求低于预期影响盈利、整车行业降价压力传导影响盈利。

公司主要财务信息

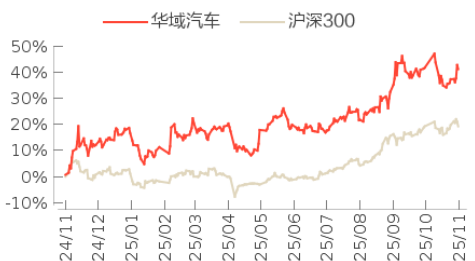
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	168,594	168,852	178,785	188,052	197,815
同比增长(%)	6.5%	0.2%	5.9%	5.2%	5.2%
营业利润(百万元)	8,818	8,215	9,645	10,302	10,504
同比增长(%)	-3.2%	-6.8%	17.4%	6.8%	2.0%
归属母公司净利润(百万元)	7,214	6,691	6,720	7,176	7,316
同比增长(%)	0.2%	-7.3%	0.4%	6.8%	2.0%
每股收益（元）	2.29	2.12	2.13	2.28	2.32
毛利率(%)	13.1%	12.1%	12.8%	13.3%	13.3%
净利率(%)	4.3%	4.0%	3.8%	3.8%	3.7%
净资产收益率(%)	13.0%	11.2%	10.5%	10.5%	10.2%
市盈率	8.9	9.6	9.6	9.0	8.8
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入
股价（2025 年 10 月 31 日）	20.42 元
目标价格	27.69 元
52 周最高价/最低价	21.54/14.32 元
总股本/流通 A 股（万股）	315,272/315,272
A 股市值（百万元）	64,379
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 11 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.82	-0.39	16.15	41.24
相对表现%	3.25	-0.39	2.29	21.97
沪深 300%	-0.43	0	13.86	19.27



证券分析师	
姜雪晴	执业证书编号：S0860512060001 jiangxueqing@orientsec.com.cn
袁俊轩	执业证书编号：S0860523070005 yuanjunxuan@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
刘宇浩	执业证书编号：S0860124070026 liuyuhao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
布局智能化电动化，预计体系内外客户配 套放量将共振	2025-08-30
客户结构持续优化，加强智能化汽零布局	2025-05-12
3 季度毛利率环比改善，体系外客户收入 比重持续提升	2024-11-02

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	40,211	34,739	39,333	41,371	43,519
应收票据、账款及款项融资	49,404	56,728	66,847	71,633	76,167
预付账款	633	626	7,151	2,975	3,925
存货	22,813	21,079	24,242	24,629	25,641
其他	3,559	4,856	19,711	20,690	21,799
流动资产合计	116,620	118,028	157,284	161,298	171,051
长期股权投资	12,307	12,688	12,688	12,688	12,688
固定资产	21,857	21,913	21,102	19,469	17,319
在建工程	3,936	3,572	2,550	2,039	1,784
无形资产	3,900	3,682	3,273	2,864	2,455
其他	17,477	25,123	24,682	24,519	24,210
非流动资产合计	59,477	66,978	64,295	61,580	58,456
资产总计	176,097	185,006	221,579	222,877	229,507
短期借款	10,639	11,298	41,176	32,558	28,883
应付票据及应付账款	64,774	70,218	70,158	74,190	78,778
其他	28,684	27,744	27,959	28,129	27,944
流动负债合计	104,097	109,260	139,293	134,877	135,606
长期借款	3,369	2,505	2,505	2,505	2,505
应付债券	0	0	0	0	0
其他	7,049	7,121	7,510	7,340	7,382
非流动负债合计	10,419	9,626	10,015	9,846	9,887
负债合计	114,516	118,886	149,308	144,723	145,493
少数股东权益	3,813	4,076	5,971	7,995	10,059
实收资本（或股本）	3,153	3,153	3,153	3,153	3,153
资本公积	11,467	11,478	11,478	11,478	11,478
留存收益	41,725	46,035	50,233	54,116	57,916
其他	1,423	1,379	1,436	1,413	1,409
股东权益合计	61,581	66,120	72,271	78,154	84,014
负债和股东权益总计	176,097	185,006	221,579	222,877	229,507

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,095	7,482	8,615	9,200	9,379
折旧摊销	4,020	3,851	4,085	4,420	4,697
财务费用	83	445	313	341	344
投资损失	(2,843)	(2,700)	(2,862)	(2,919)	(2,977)
营运资金变动	(432)	(3,134)	(34,375)	1,601	(3,688)
其它	2,393	2,194	915	31	417
经营活动现金流	11,316	8,140	(23,309)	12,674	8,172
资本支出	(2,860)	(2,604)	(1,532)	(1,532)	(1,532)
长期投资	(393)	(8,030)	(37)	(31)	13
其他	2,074	1,271	3,051	2,961	2,967
投资活动现金流	(1,179)	(9,363)	1,482	1,399	1,448
债权融资	1,616	(221)	(622)	218	62
股权融资	18	10	0	0	0
其他	(4,814)	(4,028)	27,043	(12,251)	(7,535)
筹资活动现金流	(3,180)	(4,239)	26,421	(12,034)	(7,472)
汇率变动影响	(78)	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	6,879	(5,463)	4,594	2,039	2,148

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	168,594	168,852	178,785	188,052	197,815
营业成本	146,444	148,357	155,905	162,981	171,442
营业税金及附加	622	578	626	658	692
营业费用	851	735	805	846	890
管理费用及研发费用	15,110	14,416	14,839	15,984	17,012
财务费用	83	445	313	341	344
资产、信用减值损失	517	434	275	323	378
公允价值变动收益	35	(14)	0	0	0
投资净收益	2,843	2,700	2,862	2,919	2,977
其他	972	1,643	760	465	470
营业利润	8,818	8,215	9,645	10,302	10,504
营业外收入	250	217	100	100	100
营业外支出	29	144	65	65	65
利润总额	9,039	8,288	9,680	10,337	10,539
所得税	944	806	1,065	1,137	1,159
净利润	8,095	7,482	8,615	9,200	9,379
少数股东损益	881	792	1,895	2,024	2,063
归属于母公司净利润	7,214	6,691	6,720	7,176	7,316
每股收益（元）	2.29	2.12	2.13	2.28	2.32

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.5%	0.2%	5.9%	5.2%	5.2%
营业利润	-3.2%	-6.8%	17.4%	6.8%	2.0%
归属于母公司净利润	0.2%	-7.3%	0.4%	6.8%	2.0%
获利能力					
毛利率	13.1%	12.1%	12.8%	13.3%	13.3%
净利率	4.3%	4.0%	3.8%	3.8%	3.7%
ROE	13.0%	11.2%	10.5%	10.5%	10.2%
ROIC	10.8%	9.7%	8.8%	8.1%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	64.3%	67.4%	64.9%	63.4%
净负债率	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.12	1.08	1.13	1.20	1.26
速动比率	0.89	0.87	0.94	1.00	1.06
营运能力					
应收账款周转率	4.6	4.0	4.1	4.3	4.2
存货周转率	6.1	6.4	6.4	6.2	6.3
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	2.29	2.12	2.13	2.28	2.32
每股经营现金流	3.59	2.58	-7.39	4.02	2.59
每股净资产	18.32	19.68	21.03	22.25	23.46
估值比率					
市盈率	8.9	9.6	9.6	9.0	8.8
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.8	2.6	2.6
EV/EBIT	4.5	4.6	4.0	3.7	3.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。